金融期货早评

人民币汇率：不寻求通过汇率贬值获取国际竞争优势

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1693，较上一交易日上涨 17 个基点，夜盘收报 7.1723。人民币对美元中间价报 7.1491，调贬 16 个基点。

【重要资讯】2025 年 7 月 14 日，国务院新闻办公室在北京举行新闻发布会，中国人民银行副行长邹澜、中国人民银行信贷市场司司长彭立峰、中国人民银行调查统计司司长闫先东、中国人民银行金融市场司负责人曹媛媛介绍 2025 年上半年货币信贷政策执行及金融统计数据情况。会议表明，央行将继续实施“适度宽松”的货币政策，加大逆周期调节力度。邹副行长表示，中国不寻求通过汇率贬值获取国际竞争优势，人民银行的汇率政策立场是清晰和一贯的，将继续坚持市场在汇率形成的决定性作用，保持汇率弹性，同时强化预期引导，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

【核心逻辑】在“国内经济弱复苏约束政策空间，外部环境不确定性持续存续”的基准情形下，从“政策锚“的角度来看，美元兑人民币即期汇率回落 7 下方的概率或在提升。但需特别指出的是，即便在特定时点出现即期汇率短暂升破 7.0 的技术性突破，其本质更可能反映市场微观结构调整或短期资本流动扰动，而非政策框架的根本性转向。央行大概率将继续恪守“底线思维+相机抉择”的调控哲学，在保障汇率弹性与防范系统性风险之间寻求动态平衡，除非上述隐患有较大的改善。对于持汇企业而言，中间价突破 7.15 关口或是一种强烈的短期信号。因此我们建议，被动观望不如主动布局，可通过套保工具锁定利润安全边际。

【风险提示】海外货币政策调整超预期、地缘政治冲突超预期、特朗普非常规出牌

重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

股指：上行动能不足，或将迎来阶段性调整

【市场回顾】

昨日股指整体走势震荡，大盘股指相对偏强。从资金面来看，两市成交额回落 2533.8 亿元。期指均缩量下

跌。

【重要资讯】

1. 中国央行最新发声表示中国不寻求通过汇率贬值获取国际竞争优势。服务消费是提振消费、扩大内需的关键。影响扩大服务消费的短板主要是供给。中小银行债券投资要把握好投资收益和风险承担的平衡。

【核心逻辑】

消息面上，周五财政部发布《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，考核规则升级下，保险这类长期资金入市更顺畅，利好消息刺激下，昨日股指集体高开，其中大盘股指开盘后拉升明显。最新进出口数据显示受美国所谓“对等关税”影响，中美贸易由第一季度同比增长转为第二季度同比下降 20.8% ，不过中国经济具有较强韧性，已逐渐修复贸易摩擦带来的影响，继续关注后续国内经济数据的验证。展望后市，昨日大盘股指在上午拉升后续回落、震荡，尾盘再度回落，两市成交额大幅缩量表明股指上行动能有所减弱，红利指数领涨，市场情绪偏谨慎。从期指基差来看，各品种均贴水加深，可见当前市场情绪并没有很好，或对股指继续上行的信心不足，因此预计指数短期会迎来阶段性调整，但在没有明显利空信号下，指数整体向好的趋势不变。

【南华观点】多头持仓观望

集运：新一期期货标的再度上行

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格先震荡上行，后回归震荡走势。截至收盘，EC 各月合约价格均有所上涨。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，7 月 24 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1865，较同期前值上涨$10，40GP 总报价为$3130，较同期前值上涨$20。8 月初，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2585，较前一周报价均值上涨$525，40GP 总报价为$4745，较前一周报价均值上涨$1050。

【重要资讯】：金十数据 7 月 13 日讯，新一轮加沙地带停火谈判正在卡塔尔首都多哈进行。据以色列第 12 频道电视台 12 日报道，鉴于以色列与哈马斯目前仍然存在分歧，以色列安全部门正在为可能的谈判破裂和军事升级做准备。报道还称，以色列总理内塔尼亚胡和以色列国防部长卡茨提议在加沙地带南部建立一个“帐篷城”，即此前报道的所谓“人道主义城”，来集中安置巴勒斯坦人。但以色列国防军方面对此持保留意见，并且已向以色列政治高层表达了明确立场。报道援引以军消息人士的话称，建立“帐篷城”是一项复杂举措，将需要以军在该区域持续存在。以军认为这不仅是在建立所谓“人道主义区”，还是实际建立一个军政府，会造成重大的法律和国际影响。

【南华观点】：昨日主力合约换月至 EC2510 合约。马士基欧线现舱报价持续小幅上行，此前市场预期高点可能再度提升，叠加加沙新一轮停火谈判破裂的可能性增加，利多市场情绪，昨日期价上行。对于后市而言，新一期期货标的继续上行——SCFIS 欧线结算运价指数报于 2421.94 点，环比上涨 7.26%，期价偏震荡整理或震荡上行的可能性相对较高。但需注意的是，除马士基外的其余多家船司已开始下调其 7 月中下旬报价，期价后续如无突发因素影响，出现较大涨幅的可能性较低。

重要申明：本报告内容及观点仅供学习和参考，不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、王梦颖（Z0015429）、周骥（Z0017101）及助理分析师廖臣悦（F03120676）提供。

大宗商品早评

有色早评

铜：美国对铜加征关税拉低沪铜价格

【盘面回顾】沪铜指数在周一小幅收跌至 7.82 万元每吨，成交 16.7 万手，持仓 51 万手，上海有色现货贴水 20 元每吨。

【产业表现】美国总统特朗普对铜征收 50%进口关税的计划将涵盖所有精炼铜，体现出他正采取大范围措施以提振美国在这一全球广泛应用的材料领域的生产。特朗普表示铜关税将于 8 月 1 日生效，但没有透露太多细节。不过据知情人士透露，精炼铜将被纳入征税范围。因谈及未公开讨论，知情人士要求匿名。

【核心逻辑】此次特朗普对铜下手，其背后的原因可以分为明线和暗线两个部分。明线方

面，其目的和钢铁、铝类似，是基于《1962 年贸易扩张法》第 232 条款，对国家安全必需品的商品征收关税。早在今年 2 月，白宫就表示美国拥有充足的铜矿储量，但是冶炼和精炼产能明显落后于全球竞争对手，美国政府需要维持该金属的弹性供应链。这也是特朗普上台后频繁对资本货物下手的原因之一。暗线方面，其目的是为美国制造业回流做好辅助。铜矿冶炼的过程本身也是制造业的一方面。通过对精炼铜加征关税，美国本土冶炼厂会受到贸易保护，其成本相对进口来说更低，进而吸引投资者在美国建设冶炼厂。短期来看，上周的收盘价可以被当做短期铜价的参考。可以看到，铜价在下方仍然存在韧性，美国对铜加征关税造成的铜价回落也是实实在在存在的。铜价或仍以震荡为主。

【南华观点】持币观望。

铝产业链：铝价震荡调整

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20415 元/吨，环比-1.45%，成交量为 21 万手，持仓 22 万手，伦铝收于 2596.5 美元/吨，环比-0.25%，成交量为 2 万手；氧化铝收于 3145 元/吨，环比-0.60%，成交量为 35 万手，持仓 24 万手；铸造铝合金收于 19805 元/吨，环比-0.88%，成交量为 4628 手，持仓 8293 手。

【核心观点】铝：供给方面，电解铝供给接近行业上限变化幅度不大。需求方面，终端工厂订单进入淡季下降明显,且铝价维持高位抑制下游采购，铝棒先于铝锭开始累库以确定库存拐点，铝锭由于近期新疆铁路站台各种货类在途积压严重，铁路部门发布 7 月 7 日-11 日停装令影响，上周库存出现去化，本周随着站台积压铝锭发运恢复，预计库存仍将持续积累。宏观方面，特朗普宣布对墨西哥、欧盟输美商品分别征收 30%关税，对加拿大征收 35%的

关税，对巴西征收 50%的关税，各国将于 8 月 1 日开始支付这些关税；同时报道显示美联储主席鲍威尔正在考虑辞职，政策不确定性使得避险情绪上升，对金属构成压制，关注关税后续具体落地情况。昨日多头离场导致铝价大幅下跌，但主动做空力量不多。总的来说受宏观影响铝价短期或弱势调整，推荐卖权策略，中长期仍建议偏空看待。

氧化铝：有消息表示顺达矿业将于 8 月复产，矿端报价有所下调。基本面方面，随着氧化铝利润修复，企业持续复产陆续发生，氧化铝运行产能持续增加，预计累库将继续。目前氧化铝挤仓风险仍存，但考虑到 7 月将有进口氧化铝到港且当前氧化铝仍有生产利润复产与新投产还在继续，同时随着新疆发运问题解决各地向新疆交仓或将增加，关注后续交仓量级。总的来说，氧化铝供应过剩预期暂时还未改变，短期挤仓风险仍存，但随着期现价差拉平，上行动力有所减弱短期或维持高位震荡，推荐逢高沽空远月合约。

铸造铝合金：基本面来看，废铝价格维持高位，铝合金成本支撑较强，需求端整体处于淡季，表现不佳且 7 月仍有继续走弱的迹象，压制铝合金上方空间。期货盘面上来看，铸造铝合金期货走势大致跟随沪铝走势而波动，二者价差基本处于 350-500 元/吨之间，价差拉大时可考虑多铝合金空沪铝套利操作，同时铝合金供给过剩需求预期走弱的情况使得铝合金期货合约跨月结构为 BACK 结构，可考虑进行正套。

【南华观点】铝：震荡调整；氧化铝：高位震荡；铸造铝合金：震荡

锌: 窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22250，环比-0.58%。其中成交量为 13.61 万手，而持仓则减少 13455 手至 94177 手。现货端，0#锌锭均价为 22180 元/吨，1#锌锭均价为 22210 元/吨。

【产业表现】近日，自然资源部新一轮找矿突破战略行动办公室介绍：今年上半年，全国新发现矿产地 38 处，同比增长 31%。其中大中型 25 处。重要矿种找矿取得重大突破，绝

大多数矿种已提前完成“十四五”找矿目标任务。经初步统计，2025 年上半年，全国非油气矿产勘查投入资金 69.93 亿元，同比增长 23.9%，保持了快速增长势头，同比增幅持续扩大。其中，社会资金 33.59 亿元，同比增长 28.2%，占矿产勘查总投入的 48.0%，表明企业投入矿产勘查的积极性不断增强；中央和地方财政资金 36.34 亿元，同比增长 20.1%。从矿种来看，锡矿、铝土矿、钨矿、铜矿、磷矿等矿种勘查投入同比增长 50%以上，煤炭、铅锌矿、钼矿、金矿、石墨等矿种勘查投入也有不同程度增长。此外，自然资源部门加大了探矿权供给，2024 年战略性矿产探矿权投放 581 个，创十年新高。2025 年上半年，战略性矿产探矿权投放 318 个。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌低开，窄幅震荡，多头仍有力量反击。从基本面看，近期基本面逻辑不变。供给端，从 TC 的上涨和锌锭产量的环比上升可以看出，冶炼端利润修复较好，供给端保持从偏紧过渡至过剩的状态。近期受高锌价影响，七地社会库存累库较为坚定。进口方面，受国外冶炼厂产能偏弱影响，海外精炼锌增量较少，同时锌矿进口处于历年高点。需求端方面，传统消费淡季表现较为疲软，受近期高锌价影响，整体水平保持偏弱运行，市场交投冷淡。短期内，以宏观数据和市场情绪为主要关注点，同时关注供给端扰动，适当逢高沽空。

【南华观点】宽幅震荡，长期看跌。

镍，不锈钢：宏观扰动偏多，延续震荡走势

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 121100 元/吨，下跌 0.07%。不锈钢主力合约日盘收于 12715 元/吨，下跌 0.24%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 122750 元/吨，升水为 1950 元/吨。SMM 电解镍为 121750 元/吨。进口镍均价调整至 121150 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27420 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 4286.36 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2%。8-12%高镍生铁出厂价为 903.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-7.18%。纯镍上期所库存为 25047 吨，LME 镍库存为 202620 吨。SMM 不锈钢社会库存为 978000 吨。国内主要地区镍生铁库存为 37534 吨。

【市场分析】

日内沪镍盘面维持震荡走势，目前宏观层面扰动延续。镍矿方面受菲律宾季节性到港库存有所上升，且下游镍矿需求有限，价格中枢有所下移。镍铁成交价格日内再度下行，主要受下游需求薄弱影响，整体行业亏损较为严重，持续下跌后续或打开转产高冰镍空间。不锈钢方面近期减产力度不及预期以及多国反倾销税影响延续，且需求淡季基本面无明显好转前提下无明显上行驱动。硫酸镍方面整体镍盐短期仍然维持以销定产走势。目前基本面改善，后续可重点关注印尼与美国之前贸易关税走向，欧盟与印尼之间新能源关税豁免走势。

锡：上方压力大于下方支撑

【盘面回顾】沪锡指数在周一稳定在 26.5 万元每吨附近，成交 11 万手，持仓 5.1 万手。

【产业表现】锡矿商 Alphamin Resources 公布，公司位于刚果民主共和国的 Bisie 矿第二季度产量为 4,106 吨，出现小幅下滑。受非国家武装组织向矿区方向逼近的影响，导致矿山从三月中旬至四月中旬停产了 28 天，因此第二季度产量环比下降了 3.8%（但与 2024 年第二季度相比则增长了 2.0%）。这一产量低于公司设定的 5,000 吨生产目标。本季度处理的矿石锡品位从第一季度的 3.55%降至 3.16%，而选厂回收率则有所提升，达到 77%，高于公司

75%的目标。得益于公司集中清理了第一季度积压的销售订单，本季度销量大幅上升 18.7%至 4587 吨锡精矿。
【核心逻辑】锡价整体仍呈震荡趋势，其自身基本面并无太大变化，宏观特朗普对铜加征关税，对锡的影响有限。短期来看，考虑到缅甸矿流出在即，锡下游需求并无继续转好的迹象，锡价上方压力大于下方支撑这个观点仍然成立。
【南华观点】持币观望。

铅：伦铅下坠，沪铅下方支撑较足

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17085 元/吨，环比+0.01%，其中成交量 31556 手，而持仓量则增加 1035 手至 52444 手。现货端，1#铅锭均价为 16875 元/吨。
【产业表现】近日，自然资源部新一轮找矿突破战略行动办公室介绍：今年上半年，全国新发现矿产地 38 处，同比增长 31%。其中大中型 25 处。重要矿种找矿取得重大突破，绝大多数矿种已提前完成“十四五”找矿目标任务。经初步统计，2025 年上半年，全国非油气矿产勘查投入资金 69.93 亿元，同比增长 23.9%，保持了快速增长势头，同比增幅持续扩大。其中，社会资金 33.59 亿元，同比增长 28.2%，占矿产勘查总投入的 48.0%，表明企业投入矿产勘查的积极性不断增强；中央和地方财政资金 36.34 亿元，同比增长 20.1%。从矿种来看，锡矿、铝土矿、钨矿、铜矿、磷矿等矿种勘查投入同比增长 50%以上，煤炭、铅锌矿、钼矿、金矿、石墨等矿种勘查投入也有不同程度增长。此外，自然资源部门加大了探矿权供给，2024 年战略性矿产探矿权投放 581 个，创十年新高。2025 年上半年，战略性矿产探矿权投放 318 个。
【核心逻辑】上一交易日，伦铅保持弱势运行，沪铅方仍有成本支撑，窄幅震荡。从基本面来看，供给端冶炼厂受较高铅价驱动，有一定复产意愿。交割前夕，社库逐步累库进一步压制价格。原生铅方面，电解铅开工率相对再生铅保持强势，且副产品收益稳定。再生铅方面，受废电瓶原料端供应较紧，冶炼厂信心不足，总体供给端方面偏紧。需求端，逼近旺季，生产备库意愿加强，但价格上涨现货成交一般。短期内，受供需双弱与宏观影响，震荡为主。
【南华观点】震荡。

以上评论由分析师肖宇非（Z0018441）及助理分析师管城瀚（F03138675）、揭婷（F03114103）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：反内卷继续发酵

【行情回顾】震荡盘整
【信息整理】1. 中国煤炭运销协会近日在内蒙古鄂尔多斯组织召开五届理事会第二次（扩大）会议暨上半年煤炭经济运行分析座谈会。会议强调，当前行业内外部发展环境急剧变化，煤炭企业要充分认识煤炭供需形势错位失衡的严峻性和复杂性，严格落实电煤中长期合同制度，强化用户分级分类评估管理，完善合同失信约束性举措，推动合同履约兑现，维护电煤中长期合同制度严肃性。要守牢安全稳定底线，科学把握生产节奏，提升煤炭供

给质量，加强行业自律，整治内卷式竞争，促进煤炭市场供需平衡。
2. 海关总署最新数据显示，6 月中国出口钢材 967.8 万吨，较上月减少 90.0 万吨，环比下降 8.5%；1-6 月累计出口钢材 5814.7 万吨，同比增长 9.2%。
3. 央行初步统计，2025 年上半年社会融资规模增量累计为 22.83 万亿元，比上年同期多 4.74 万亿元。上半年人民币贷款增加 12.92 万亿元。6 月末，M2 同比增长 8.3%，M1 同比增长 4.6%。
4. 6 月全球制造业回升 0.8pp 至 50.3，带动全球综合 PMI 上行 0.5pp 至 51.7。
【南华观点】当前"反内卷"政策预期持续发酵，推动盘面上涨。尽管相关政策更多指向汽车、光伏等钢铁下游行业，但市场预期暂难证伪，叠加临近的七月政治局会议强化了宏观乐观情绪。同时，虽然新一轮大规模棚改推出的可能性较低，但这一预期本身已凸显市场对利好消息的高度敏感。基本面方面，淡季刚需表现平淡，然而整体库存处于低位，且盘面拉涨引发期现锁货及下游补库操作，进一步收紧流动性，此状态预计延续。但需警惕的是，出口新接订单已现缩减，家电、汽车行业排产亦有所下滑。综合而言，短期内宏观乐观情绪暂难证伪，叠加投机锁库持续，盘面仍有上涨动能，但需关注国内宏观乐观预期修正可能带来的回撤压力，以及特朗普新一轮加征关税的风险。

铁矿石：商品价格仍偏强

【盘面信息】商品期货仍偏强，黑色系价格维持在高位
【信息整理】本期铁矿石全球发运量环比减少至 2987 万吨。
【南华观点】这一波铁矿石大涨，表面由市场传闻（小作文）驱动，实质是商品低估值、基本面边际改善、多空力量逆转叠加'反内卷'政策催化共同作用的结果。目前对于铁矿石来说，价格也主要是预期推动的，期货估值也是显著高于现货的。地产棚改预期接棒反内卷预期，铁矿石价格强势继续上行，价格连续突破前期阻力位。目前市场的预期难以证伪，多空力量失衡，多头强势。短期铁矿石基本面尚可，钢厂利润尚可，港口去库，基本面有支撑，铁水产量整体维持在高位，所以价格不好下跌。近期也有省份的钢厂接到了减产通知，市场也有粗钢减产的预期，钢厂利润回升，利好钢厂多采购中高品铁矿石，这是利好合约（对标 61%铁品位）价格的。短期预期不确定较大，空单止损观望。

焦煤焦炭：钢厂抵触，提涨推迟

【盘面回顾】双焦盘面震荡运行，9-1 反套走强
【信息整理】
1. 央行初步统计，2025 年上半年社会融资规模增量累计为 22.83 万亿元，比上年同期多 4.74 万亿元。上半年人民币贷款增加 12.92 万亿元。6 月末，M2 同比增长 8.3%，M1 同比增长 4.6%。
2. 海关总署：今年上半年，我国货物贸易进出口 21.79 万亿元，同比增长 2.9%。其中，出口 13 万亿元，增长 7.2%；进口 8.79 万亿元，下降 2.7%。
3. 6 月中国出口钢材 967.8 万吨，较上月减少 90.0 万吨，环比下降 8.5%；1-6 月累计出口钢材 5814.7 万吨，同比增长 9.2%。
4. 中国煤炭运销协会近日召开上半年煤炭经济运行分析座谈会。会议强调，加强行业自律，整治内卷式竞争，促进煤炭市场供需平衡。
【产业表现】
焦煤：产地矿山陆续复产，国产焦煤供应边际回升。本周蒙煤通关 800-900 车/天，蒙古国庆口岸即将闭关，监管区库存有望维持去库。本周澳煤到港增加，整体到港量同比往年仍然偏紧，近期国内煤炭涨价，海煤进口利润修复，后续发运可能起量。下游方面，即期焦

化利润快速收缩，亏损焦企数量增多，焦炭开工率有望继续下滑。焦企连续两周补库，叠加盘面反弹带来的投机需求，焦煤库存结构明显改善，现货价格有一定支撑。

焦炭：因现货焦煤涨价，亏损焦企数量增多，焦炭供应持续收缩。一轮提涨即将落地，本轮提涨幅度较大，短期焦化利润有望修复，但焦煤现货强势上涨，后续焦企仍有亏损压力，或继续向下游钢厂提涨扩利，后续关注二轮提涨进展。需求端，下游钢厂盈利扩张，高利润下钢厂自主减产意愿不强，焦炭刚需有支撑。近期焦炭盘面加速上涨，集港热情高涨，投机需求旺盛，焦炭库存结构改善，短期产业链矛盾并不突出。

【南华观点】

近期宏观氛围偏暖，双焦盘面强势反弹，投机需求进场锁货，现货流动性收紧，煤企纷纷涨价，焦化利润承压，一轮提涨已经开启，市场预计后续仍有 1-2 轮提涨。成材盘面强势反弹带动钢材期现正反馈，淡季钢厂利润不降反增，现阶段下游钢厂盈利良好，自主压减铁水产量的意愿不足，煤焦短期刚性需求有支撑，短期盘面或延续偏强震荡。中长期来看，前期停产的煤矿陆续复产，焦煤供需缺口收窄，去库斜率放缓。在没有出台需求强刺激政策前，内需仍旧承压，终端对高价钢材的承接能力有限，且高价钢材将影响后续出口接单，高铁水难以为继，一旦宏观情绪消退，投机需求释放将加剧黑链共振下跌。操作层面，套利建议关注期现正套机会，单边建议观望，谨慎追高，注意风险防范。

硅铁&硅锰：情绪驱动，现实压制

【核心逻辑】锰矿港口库存累库以及预期澳矿发运恢复，锰矿报价 8 月报价有所下调。硅铁内蒙产区利润-261.5 元/吨（+70）；宁夏产区利润-98 元/吨（+50）；硅锰北方大区利润-57.9 元/吨（+100.58），南方大区利润-393.26 元/吨（+96.32）。供应端硅铁生产企业周度开工率为 31.2%，环比上周-0.75%，硅铁周度产量为 9.87 万吨，环比-1.5%；硅锰生产企业周度开工率为 40.55%，环比+0.21%；硅锰周度产 18.23 万吨，环比+1.22%。铁合金利润修复，厂家复产驱动相对较大，供应压力将可能有所增加。需求端钢厂利润较好，高铁水对硅铁和硅锰需求形成一定的支撑，但铁水产量预期下滑对铁合金支撑减弱；另一方面去五大材库速度缓慢，限制钢厂进一步生产空间，硅铁和硅锰增长空间有限，6 月金属镁产量 8.55 万吨，环比+6.63%；长期来看，房地产市场低迷，黑色整体板块回落，市场对钢铁终端需求增长存疑，硅锰需求相对疲弱。本周硅铁五大材需求量 2.02 万环比比-1.46%；硅锰五大材需求量 12.49 万吨，环 比-1.5%。库存端本周硅铁企业库存 7.02 万吨，环比+4.78%，硅铁仓单库存因 6 月注销规则注销后重新注册中，高于历史同期水平；硅锰企业库存 22.08 万吨，环比-0.67%；硅锰仓单 42.52 万吨，环比-4.1%；硅锰总库存 64.6 万吨，环比-2.96%，硅铁目前库存压力较大，上方压力较大，短期内存在回调的可能性。

【南华观点】上周在反内卷情绪驱动下，铁合金维持缓慢上涨趋势，但现货市场受到钢厂压价和成本走弱拖累，在终端用钢需求逐渐进入淡季背景下，铁合金长期走势仍相对较弱。铁合金在利润修复下，开工率回升，处于一个超季节性增产状态，铁合金产量微增但下游需求并没有明显改变，硅铁库存有累库趋势，硅锰去库速度放缓。锰矿澳矿发运恢复，叠加黑色面临需求淡季交易负反馈预期，预计铁合金仍偏弱运行。盘面回升后，铁合金利润修复增产的可能性较大，供应压力可能将逐渐增加，硅铁关注上方 5600-5700 压力位，硅锰关注上方 5800-5900 压力位。但黑色板块整体价格重心上移，煤炭价格也逐渐走强，铁合金下方空间也有限，在情绪驱动与现实压制下，铁合金可能将维持震荡趋势。

以上评论由分析师严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）及助理分析师张泫（F03118257）、陈敏涛（F03118345）提供。

能化早评

原油：美对俄声明不及预期，夜盘油价回落

【盘面动态】国际油价大跌。WTI 原油美盘跌跌不休，最终收跌 2.56%，报 65.86 美元/桶；布伦特原油收跌 2.16%，报 68.53 美元/桶

【市场动态】关税方面，特朗普表示如果俄罗斯在 50 天内无法达成俄乌冲突协议，将对俄罗斯征收 100%二级关税。美国官员：特朗普指的是若 50 天内无法达成协议，除了对俄征收 100%关税，亦会对购买俄油的国家实施二级制裁。巴西副总统否认巴西要求美国将关税降低至 30%以及推迟关税期限 90 天的消息。巴西将公布有关美国关税的对等反制法令。欧盟准备对 720 亿欧元美国商品征收反制关税。基本面，欧佩克秘书长预计第三季度石油需求“非常强劲”未来几个月供需平衡紧张。

【南华观点】当前原油盘面短线维持偏强基调，但成交量低位，多空博弈不激烈，上行动能弱化，需关注量价指标变化；虽有 OPEC + 增产、美国关税威胁等利空消息，盘面却不跌反涨，这主要得益于 7-8 月消费旺季的支撑，多头也借此反向解读 OPEC + 政策以强化需求强势预期。从需求端看，现实需求强势，美国炼厂开工率等指标及中国主营炼厂开工负荷均处高位，但中美需求已达峰值，未来增量有限且将面临季节性回落，“现实与预期”存在矛盾，时间对多头不利。供应方面，即便 OPEC+10 月可能暂停增产，9 月美国需求将迎拐点，叠加前期增产落地的“长尾效应”，原油基本面将逐步转弱，盘面上方空间有限，压力随时间增强。潜在变量中，中东重大地缘事件或形成新交易逻辑，但影响周期短且爆发前难成多头抓手；贸易谈判若不顺重启关税战，可能引发金融市场资金避险，对市场形成情绪冲击。总体而言，原油盘面短线偏强但上方空间有限，压力随时间增强，需求增量空间无几，供应端长尾效应将主导基本面转弱。

PTA-PX：TA 加工效益大幅压缩，关注做扩机会

【PTA 观点】近期 PTA 盘面价格总体窄幅震荡，但基差方面受主流供应商排货恢复影响，现货流动性大幅放松下，现货基差从前期 255 的高位快速回落至平水附近。供应端，PTA 负荷小幅提高至 79.7%（+2%），主要受逸盛海南 200wt 提负影响；后续供应端 7 月仍有三房巷一线 160w 新增产能将投放，8 月逸盛海南、嘉兴石化、独山能源存检修计划，关注实际兑现情况。库存方面，装置集中检修进入尾声，供增需减下去库趋势转缓，逐步进入小幅累库格局，社会库存至 219 万吨（+2）。效益方面，TA 现金流加工费同样压缩至 148（-120）；当前 PTA 现金流加工费已降至历史低位，后续或将出现超预期检修量。需求端，瓶片大厂减产计划均已兑现，聚酯负荷下调至 88.8%（-1.4%）。受制于需求不振，长丝产销持续低迷，近期产成品累库叠加加工费大幅压缩，库存水平快速逼近减产压力位，库存与加工费的动态平衡或许将面临被迫减产。终端而言，织机和纱厂负荷继续降低，订单表现低迷下生产企业成品库存持续高企，在预期扭转前预计维持刚需采购为主，预计长丝产销将难见起色。

总体来看，PTA 供需格局近期边际转弱，后续需求端预计延续季节性下滑，上游 PX 维持相对聚酯偏紧格局，上下游错配预期下利润大幅向上游集中，PTA 加工费承压明显。但当前来看 PTA 现金流加工费已一路跌至历史低位，下方支撑预计偏强，低位效益水平若维持或将带来新增检修量，关注加工费逢低做扩机会。

MEG-瓶片：供应扰动下小幅反弹，观望为主

【库存】华东港口库至 55.3 万吨，环比上期减少 2.7 万吨。
【装置】新疆天盈近期重启提负；海外方面，沙特三套装置共 180w 近期因故降负或停车。
【观点】
近期乙二醇走势以区间震荡为主。基本面方面，供应端油平煤升，总负荷升至 67.57%（+1.06%）；其中，煤制方面天盈重启，红四方、华谊、正达凯提负，煤制负荷升至 73.13%（+3.79%）。效益方面，原料端原油小幅走强，乙烯供需转松价格大幅回落，动力煤价格小幅走强，乙烯制利润大幅修复，煤制利润持稳。库存方面，本周到港计划较少，港口发货预计不佳，下周一港口显性库存预计去库 3-4 万吨附近。需求端，瓶片大厂减产计划均已兑现，聚酯负荷下调至 88.8%（-1.4%）。受制于需求不振，长丝产销持续低迷，近期产成品累库叠加加工费大幅压缩，库存水平快速逼近减产压力位，库存与加工费的动态平衡或许将面临被迫减产。终端而言，织机和纱厂负荷继续降低，订单表现低迷下生产企业成品库存持续高企，在预期扭转前预计维持刚需采购为主，预计长丝产销将难见起色。
总体而言，乙二醇需求端难有超预期表现，供需转弱格局难以扭转，显性库存与社会库存预计在下旬将进入累库通道，向上驱动难觅影响下，持货意愿大幅走弱，整体维持震荡看待。当前来看，瓶片与短纤均已减产，压力有所缓解；长丝近期传闻存减产 10%-15%计划，前期低位库存快速累积迫近减产压力位置，目前来看兑现可能性较大，若落实聚酯负荷仍将继续下调 2%左右。后续而言，主要关注宏观与成本端的潜在风险，乙二醇自身供需难见转机，维持震荡看待。瓶片方面绝对价格同样随成本端波动为主，近期受原料端基差崩塌影响现金流加工费大幅修复，盘面加工费以区间操作为主。

PP：供应压力难减，上方空间受限

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7067（-2）。
【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7040 元/吨，华东现货价格为 7080 元/吨，华南现货价格为 7110 元/吨。
【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 76.61%（-0.82%）。本周河北海伟和泉州国亨复产，而浙江石化检修延长，总体装置检修量目前仍处于高位。但 PP 后续的检修计划明显减少，预计开工率将逐步回升。投产方面，裕龙 4 线已在 7 月上旬投产落地，后续主要关注大榭石化两套装置的投产进度。需求端，本期下游平均开工率为 49.05%（-0.14%）。其中，BOPP 开工率为 60.56%（+0.29%），CPP 开工率为 55.38%（-0.37%），无纺布开工率为 36.1%（-0.37%），塑编开工率为 42%（-0.2%）。库存方面，PP 总库存环比上升 1.63%。上游库存中，两油库存环比上升 3.44%，煤化工库存下降 4.64%，地方炼厂库存上升 5.17%。中游库存中，贸易商库存环比上升 3.21%，港口库存下降 4.75%。从绝对水平看，当前 PP 库存尚能维持中性水位，总体压力不大。
【观点】从基本面来看，PP 仍处于巨大的供给压力之中：首先是多套装置在年中集中投产，近两个月已先后有 3 套装置投产落地，包括 6 月投产的裕龙 2 线和镇海 4 线，7 月投产的裕龙 4 线，这使得 PP 产量即使在高装置检修量的情况下也依然处于历史高位。其次，虽然近两周有部分 PDH 装置进入检修导致开工率有所回落，但是在前期 PDH 利润明显修复的情况下，可以看到一些较边际的 PDH 装置已有复产的动作，所以后续 PDH 开工率或将回升至偏高水平，导致供应进一步增量。所以从预期角度来看，PP 总体格局偏弱。而从现实端来看，PP 现货价格表现比较坚挺，相较 PE，PP 基差的走弱并不明显，这对其盘面形成了一定支撑。在上有压力下游支撑的情况下，PP 较难走出趋势性行情，预计近期仍将处于震荡格局之中。

PE：强预期 vs 弱现实

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7284（-7）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7180 元/吨，华东现货价格为 7230 元/吨，华南现货价格为 7330 元/吨。
【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 77.79%（-1.67%），目前装置检修量依然处于高位，大部分装置预计在 7 月中旬至 7 月底重启。投产方面，近期主要关注埃克森美孚 LDPE 和吉林石化 HDPE 的投产进度。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 38.14%（-0.18%）。其中，农膜开工率为 12.63%（+0.54%），包装膜开工率为 48.07%（-0.37%），管材开工率为 28%（0%），注塑开工率为 50.86%（-0.47%），中空开工率为 36.91%（-0.59%），拉丝开工率为 32.15%（+0.44%）。库存方面，本期 PE 总库存环比上升 6.89%，其中上游石化库存环比上升 18%，煤化工库存下降 7%，社会库存上升 2%。
【观点】从预期来看，近期 PE 基本面偏强。在供给端，PE 近期新增产能投放有限，叠加装置集中检修，开工率下滑，PE 供给出现阶段性收缩。在需求端，虽然当前处于下游淡季，但总体需求情况好于预期，需求增速仍保持在 10%以上，使得今年的高供给得以消化。若当前需求增速得以维持，PE 供需结构预计呈现紧平衡状态。然而 PE 的现货表现却持续偏弱，上游持续降价出货，基差下滑较为明显。这使得 PE 形成弱现实与强预期的矛盾，导致在昨日出现了月差由 back 结构转为 contango 结构的情况。后续需持续关注 PE 现货情况，待到 PE 现货端出现正反馈，预计 L09 上的压力才能够得以释放。

PVC:基本面与政策端预期持续劈叉

供应：本周开工率继续小幅下降，不过 7 月中下旬仍有一轮不小的检修计划，目前评估 7 月产量在 198 万吨附近，8 月则可能上升至 210 万吨以上。
需求：目前看 1-6 月表需比较一般，基本没什么增速，在-1%左右，6 月单月表需不到 170 万吨，反馈比较糟糕，目前的去库更多是靠出口在发力。
出口：5 月出口 36 万吨，数据仍然很强，BIS 延期，近期由于东南亚雨季来临，整体出口有小幅走弱。
库存：本周华东库存继续累库加速，累库大约 3.12 万吨，华南库存持平，厂库库存小幅去化，待发小幅走强，总库存转累库，由于本周的持续无风险，整体上游库存向中游转移。
价格（基差）：周内反弹后基差走弱至-40，期现商大量买入正套。
策略观点：近端行情比较折磨，但就 PVC 自身而言，基本面在快速恶化，但是工业品在多晶硅的带动下持续交易反内卷题材，导致价格不跌反涨，基本面和政策持续劈叉下，交易难度大幅增加。回归 PVC 基本面，近一个月 PVC 库存表现持续走差，从持续去库转向累库甚至大幅累库。出口表现仍然没太大亮点，7-8 月新投产密集兑现，整体基本面恶化的比较快，基差和库存也对短期价格的反弹出现了比较明显的抗性，剔除政策扰动外，短期氯碱综合利润大幅上修，甚至有一些装置出现了负荷提升的情况，从供需的维度不可接受，整体偏空处理。

纯苯：港口去库

【盘面回顾】BZ2603 收于 6189（+6）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 5995（+50），主力基差-194（+44）
【库存情况】截至 7 月 14 日，江苏纯苯港口库存 16.4 万吨，较上期环比下降 5.75%。
【南华观点】
纯苯：供应端石油苯开工率小幅波动，加氢苯负荷下调明显，开工率 61.95%，较上周下降

9.32%。盘锦瑞德和河北荣特短停，唐山旭阳停车，周内暂无装置重启，故本周国内苯加氢开工率下降。需求端五大下游开工涨跌互显，周度折原料纯苯需求较上一周期基本持平，仍在年内高位。港口提货积极加上部分到港延期，周一港口去库。基本面看近端纯苯过剩格局不变。下游新投产消息强化纯苯未来需求改善的预期；近期宏观情绪偏强，商品普涨，纯苯盘面估值相对偏低，加上上市初期持仓还偏少，盘面增仓上行，纯苯盘面上涨较为明显。现货端受盘面带动价格走强，成交放量，但总体涨幅不及盘面。上市初期盘面仍未稳定，多空博弈下波动较大，单边建议观望；跨品种上仍考虑逢高做缩纯苯-苯乙烯价差。

苯乙烯：近月基差走弱

【盘面回顾】EB2508 收于 7478（+62）

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7705（+20），主力基差 227（-32）

【库存情况】截至 2025 年 7 月 14 日，江苏苯乙烯港口库存 13.85 万吨，较上周期增加 2.7 万吨，幅度+24.22%；截至 2025 年 7 月 10 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 20.97 万吨，较上一周期增加 1.57 万吨，环比增加 8.12%。

【南华观点】

苯乙烯：供应端开工率基本不变，周产量维持在历史高位。需求端，3S 开工率继续下滑，尤其是 EPS 季节性降负明显，3S 综合需求较上一周期继续走弱。苯乙烯周供需差来看，供应过剩加剧。3S 逐渐进入需求淡季，苯乙烯供应回升且 8 月有投产预期，苯乙烯进入累库通道，现货流动性逐渐恢复。基本面看苯乙烯供需格局转弱，可尝试逢高布空。短期受宏观情绪影响以及成本端支撑，盘面震荡运行，建议控制仓位，后续持续关注原油价格走向以及美国关税变动。周一港口明显累库，盘面冲高回弱后震荡偏强，买气一般，套盘出货积极，基差整体走弱。

燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU09 报价 2922 元/吨【产业表现】供给端：进入 6 月份，俄罗斯高硫出口-41 万吨，伊朗高硫出口-10 万吨，伊拉克+26 万吨，墨西哥出口-29 万吨，委内瑞拉-36 万吨，供应依然紧张；需求端，在船加注市场，新加坡进口依然高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，6 月份中国+47 万吨，印度-25 万吨，美国-0.7 万吨，进料需求回升，在发电需求方面，沙特进口-55 万吨，阿联酋+45 万吨，埃及+26 万吨，有小幅提振；库存端，新加坡浮仓库存高位盘整，马来西亚高硫浮仓库存小幅回落，中东浮仓高位库存回升

【南华观点】6 月份燃料油出口延续紧张，在进料需求方面，中国增加，印度和美国进口缩量，整体进料需求走强，埃及和阿联酋进口增加，提振发电需求预期，新加坡和马来西亚浮仓库存高位回落，不过新加坡市场开始从紧张转为过剩，现货贴水大幅下滑，裂解开始大幅下跌

低硫燃料油：受原油拖累下跌

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU09 收于 3694 元/吨

【产业表现】供给端：6 月份科威特出口环比-30 万吨，阿联酋进口-3.7 万吨，中东供应-8 万吨，巴西-34 万吨，西北欧市场供应-62 万吨，非洲供应环比持-2 万吨，6 月份海外供应缩量；需求端，6 月份中国进口-9 万吨，日韩进口+4 万吨，新加坡-39 万吨，马来西亚进口-13.5 万吨；库存端，新加坡库存+88 万桶；ARA-9 万吨，舟山-22 万吨

【南华观点】6 月份短期因欧洲供应大幅减少，供应低位，整体出口萎靡，支撑低硫价格，在需求端方面，整体需求略微改善，库存端新加坡小幅累库，短期低硫裂解受海外汽柴油

裂解支撑，短期驱动主要来源于原油，自身行情驱动不大

沥青：跟随成本端震荡

【盘面回顾】BU09 收于 3646 元/吨
【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3810 元/吨
【基本面情况】钢联口径供给端，国内稀释沥青库存维持在低位；山东开工率+2.7%至 40.3%，华东-0.7%至 36.8%，中国沥青总的开工率+1%至 32.7%，山东沥青产量+0.8 至 20.2 万吨，中国产量+1.3 万吨至 56.6 万吨。需求端，中国沥青出货量+2.57 万吨至 26.12 万吨，山东出货+1.63 万吨至 9.08 万吨；库存端，山东社会库存-0.1 万吨至 13.2 万吨和山东炼厂库存-1.1 万吨为 14.7 万吨，中国社会库存-0.8 万吨至 52.4 万吨，中国企业库存+0 万吨至 50.5 万吨。
【南华观点】沥青供需结构有走弱趋势，周度产量同比增加 28%，需求同比增长 10%，库存结构上厂库累库社库去库，投机需求走弱，贸易商开始主动降库存，山东华东基差因开工率增加而走弱，裂解价差仍然维持高位；目前看供应端的增量略超预期，同时需求端仍受降雨影响处于淡季，整体基本面环比转弱，单边上因成本端原油表现偏强所以绝对价格震荡走势，月差基差裂解均有一定程度走弱。中长期看，需求端将随着 8 月份南北方施工条件转好，整体施工进入旺季，25 年地方政府化债进度提速，资金方面有所缓解，正值“十四五”收尾阶段，项目数量上有一定保证，旺季仍然可期。短期需关注下货流通情况，以及山东地区燃料油消费退返政策的具体细节和真实性。

尿素：震荡对待

【盘面动态】：周一尿素 09 收盘 1763
【现货反馈】：周末国内尿素行情涨后僵持，工厂价格基本稳定，市场价格窄幅松动，下调幅度 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1700-1830 元/吨。中下游高价抵触，新单成交乏力，业内多观望本周一期货。短线国内尿素行情稳中偏弱，局部价格开始松动，关注市场情绪及供需变动。
【库存】：截至 2025 年 7 月 9 日，中国尿素企业总库存量 96.77 万吨，较上周减少 5.08 万吨，环比减少 4.99%。中国尿毒港口样本库存量:48.9 万吨，环比增加 4.9 万吨，环比涨幅 11.14%。
【南华观点】：短期震荡运行为主，暂无明显驱动。中期而言，额外出口配额量级略不及市场预期，市场投机性或有所减弱，另一方面，国内农业需求进入尾声，基本面压力逐步增加，尿素上方空间较为有限，预计现货后续呈现震荡承压的状态。国内需求弱势局面难改，内贸压力仍将持续，但下方空间来看，需要多关注配额消息及尿素期货波动对市场情绪的影响，出口通道的放开或阶段性缓解基本面压力，对尿素价格形成支撑，尤其是伴随出口通道的逐步放开，或有阶段性的反弹。综上，尿素处在上有压制下有支撑的格局下，09 合约预计震荡。

玻璃纯碱：关注产业反馈

纯碱：
【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1241，1.97%
【基本面信息】
本周一纯碱库存 188.40 万吨，环比上周四+2.06 万吨；其中，轻碱库存 79.01 万吨，环比上周四-0.12 万吨，重碱库存 109.39 万吨，环比上周四+2.18 万吨。
【南华观点】

预期扰动叠加基本面限制，纯碱震荡走高。基本面看，供应处于窄幅波动状态，其中预期内检修继续，阶段性影响产量。从刚需倒推的重碱平衡继续保持过剩。大格局上，我们仍然维持即使有短期检修也不影响整体供需格局，市场仍处于中长期过剩预期不变的共识中，库存处于历史高位。盘面上涨，期现和碱厂套保持续。需求端，光伏玻璃处于持续亏损状态，冷修开始增加，预计在产日熔量将继续下降。纯碱供强需弱格局不变，警惕预期外或政策性因素的扰动。

玻璃：
【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1102，1.47%
【基本面信息】
截止到 20250710，全国浮法玻璃样本企业总库存 6710.2 万重箱，环比-198.3 万重箱，环比-2.87%，同比+5.54%。折库存天数 28.9 天，较上期-1.0 天。
【南华观点】
反对卷预期继续，玻璃保持强势，重心上移，需要观察市场情绪改善后能否进一步带动投机需求以及下游的真实承接力。基本面看，供应端保持点火与冷修并存的状态，且随着前期点火产能的释放，浮法玻璃日熔小幅回升。当前玻璃累计表需下滑近 10%，不过 6-7 月整体产销好于预期，累库有限。目前 09 盘面价格升水湖北现货，煤制气产线也尚有利润。库存看，整体社库仍处于高位，沙河中游库存偏低，库存结构偏健康。湖北厂家库存高位，中游库存中性，压力尚存。供应端继续关注冷修或减产预期，现货端则关注投机需求的反馈。

原木：震荡，波动收窄

【盘面】主力合约收盘于 788（+2）。
【现货】岚山 5.9 米中 A 辐射松价格下调 10。
【逻辑】CFR 报价方面，据了解最高报价达到 117 美金，且有一定成交。CFR 的报价目前来看主要波动来自海运费的上。海运价格的波动几乎直接叠加到 CFR 报价本身。而观察往年 TBI 的海运数据来看，接下来有季节性走弱的可能。且国内的现货价格目前受到交割品的影响开始走弱，较高的 CFR 报价预计难以持续。现货端，随时 07 合约交割的稳步进行，交割品开始逐步流入现货市场。下游加工厂的接货能力在逐步走弱，后续可能会进一步带动现货价格下调。但与此同时，随着上周市场上关于“城市更新”相关会议的预期，使得期货上建材相关的品种出现较大的反弹，整体情绪有明显好转。不过，预期归预期，是否能按预期或者超预期落地，是存疑的。原木上周的表现也相对平淡。库存上跟去年同期差异不大，维持着季节性去库的态势。出库量上看，也维持的中性水平。最近的出库量上升，应该跟交割相关，本月交割完成之后，预计出库量数据会走弱。因为下游工厂的库存需要时间来消化。估值上看，重庆的 6 米中 A 目前有 40 多块的套利空间，但重庆的交割情况目前尚未具体了解，其交割成本可能需要后续进行修正。且从时间上看，目前谈套利还为时尚早。策略上，建议以区间震荡的思路去操作，高抛低吸为主。

纸浆：弱反弹延续

【盘面】主力合约收盘于 5244（+10）
【南华观点】阔叶浆外盘 CFR 报价明星为 500 美金/吨（+0），小鸟为 503.75 美金/吨 （-1.25）。针叶浆报价无变化，本色浆金星报价为 590 美金/吨 （-30）。港口库存 217.9（-3.4）。国内纸浆产量 47.45 万吨，变化不大。
本周宏观预期扰动较强，商品普涨。主要来自 2 个因素，一个是“反内卷”引发的新能源版

块的估值向上修复以及此概念可能对版块外品种的延伸问题，一个是对“城市更新”会议的预期。针叶浆现货提涨，对于该价格的下游接受程度还有待观察。最近几日，阔叶浆现货几个品牌也开始提涨。纸浆的基本面未发生明显变化，库存高位震荡，下游需求淡季，补库时间尚未触及等等因素目前都没有发生边际改变。所以本次价格变动以反弹的眼光来看待，恐不具备持续的动能。若下周会议落地不及预期，可能会恢复到相对偏弱的格局。策略上，建议震荡思路操作，短期观望。

烧碱：高位震荡

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2532，1.44%
【基本面信息】
据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 26.12 万吨（折百），环比上周增加 4.05%，同比增加 19.08%。本周华南地区因下游需求情况依旧欠佳，个别企业库存升温，其他区域液碱库存均有下行，价格逐步触底，下游及中间商拿货情绪好转，企业出货压力有不同程度缓解，库存水平下降。
【南华观点】
整体商品市场强势，共振上涨，烧碱低位持续反弹。基本面，烧碱近端有所走强，下游铝厂主动补库，同时液氯下跌导致成本抬升。山东液碱库存同比偏低，现货压力不大，市场或对旺季有所期待。短期或关注下游需求改善程度以及下游备货积极性；中长期看，复产+新产能逐步投放，供应端压力或逐步显现。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）、张博（Z0021070）、杨歆悦（Z0022518）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）提供。

农产品早评

生猪：现货博弈增强

【期货动态】LH2509 收于 14285，日环比-0.42%。
【现货报价】全国生猪均价 14.61（-0.08）元/公斤，其中河南 14.65（-0.08）元/公斤、湖南 14.29（-0.09）元/公斤、辽宁 14.51（-0.14）元/公斤、四川 13.84（-0.17）元/公斤、广东 16.21（+0.00）元/公斤。
【现货情况】
生猪价格整体维持弱势调整，现阶段集团场出栏节奏偏慢，叠加天气高温或促出栏加速，供应压力增强，同时二育支撑不足，需求持续疲软，屠企订单有限，短时生猪市场价格反弹无力。
【南华观点】
7、8、9 月生猪出栏量或为全年低位，标肥价差始终保持一定养大猪的利润，市场存在压栏情绪。在供应量依旧保持高位的情况下，建议以逢高沽空思路为主，价格下跌较快时以正套保护利润。

油料：内强外弱

【盘面回顾】外盘缺乏出口需求支撑下跳空走弱，菜粕传小作文而强于豆粕，内盘豆粕走势因四季度缺口而表现偏强。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，由于巴西汇率升值叠加美豆盘面走弱，巴西升贴水报价不断上行，但逐渐进入四季度买船周期后，缺乏有效买船利润。到港方面看，7 月 1150 万吨，8 月 1100 万吨，9 月 1000 万吨，三季度供应仍偏宽裕，四季度缺口关注中美关系。

对于国内豆粕，供应端压力依旧是压制现货的主要逻辑，大豆原料供应较为宽裕，油厂开机率不断回升，压榨环比增加，部分地区开始催提。需求端来看，前期豆粕提货情况表现较好，中游与下游以执行前期合同为主，但从实际下游物理库存来看，豆粕并未实现终端转移，表观消费最终落在中游贸易商为主，故预计后续基差现货仍将表现承压。

菜粕端来看，菜粕库存去化依旧缓慢，下游整体对菜粕添比缺乏性价比；近期传出关于中加会面消息，市场对此信息反复计价缺乏弹性，后续大逻辑跟随豆粕为主，自身行情预计偏弱。

【后市展望】7、8 月在外盘不出现极端天气与中美和谈背景下，内盘价格将继续受制于原料的绝对供应量而表现为区间震荡运行。但后续四季度买船缺口仍存，三季度交易到港量与库存压力后或将迎来年内拐点，估值看成本端美豆下行空间有限，巴西贴水保持韧性的预期下，远月盘面价格有望迎来边际上行驱动。

【策略观点】逢低远月多配。

玉米&淀粉：持续偏弱

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收高，为技术性反弹。大连玉米淀粉走势偏弱。

【现货报价】玉米：锦州港：2300 元/吨，-30 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 2180 元/吨，-30 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2690 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2850/吨，+0 元/吨。

【市场分析】东北现货价格弱势，现货价格继续走低。华北玉米价格继续下跌。销区玉米价格稳中偏弱。

淀粉方面：市场采购情绪一般，短期偏弱运行

【南华观点】进口拍卖后贸易商心态变化，短期持续偏弱

棉花：淡季累库

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超 1%，受谷物市场上涨影响，美棉整体维持窄幅震荡。隔夜郑棉下跌超 0.5%。

【外棉信息】2025 年 6 月，孟加拉服装出口额达 27.88 亿美元，环比下降 28.87%，同比下降 6.31%。

【郑棉信息】目前新疆新棉进入结铃期，棉田打顶工作陆续进入尾声，生长进度较快，打顶时间较往年有所提前，整体长势良好。海关总署最新数据显示，2025 年 6 月，我国出口纺织品服装 273.15 亿美元，环比增加 4.22%，同比下降 0.29%。本年度在新疆纺纱产能提升下，下游棉花刚性消费量提高，六月棉花去库量环比略有下滑，但仍处于较高水平，对棉价形成有力支撑，但当前下游内地纺织企业纺纱利润持续受到挤压，工厂开机率继续下调，成品维持累库态势，负反馈由终端逐渐向上累积。

【南华观点】当前国内棉花的低库存现状仍会对棉价形成强支撑，但淡季需求下，成品的库存压力使得棉价上方承压，短期郑棉或维持窄幅区间震荡，关注进口配额政策落地情况及中美贸易协议调整情况。

白糖：承压回落

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一下跌，尽管巴西 6 月下半月糖产量超预期。昨日夜盘，郑糖跟随外盘下行，短期糖价承压。
【现货报价】南宁中间商站台报价 6110 元/吨。昆明中间商报价 5840-5970 元/吨。
【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，7 月前两周出口糖 136.99 万吨，日均出口 15.22 万吨，较上年 6 月减少 7.44%。
2.印度合作社全国糖厂联合会预估印度 25/26 榨季糖产量为 3500 万吨。
3.Unica 数据显示，巴西中南部 6 月下旬压榨甘蔗 4270.6 万吨，同比减少 12.86%，产糖 284.5 万吨，同比下降 12.98%，制糖比 51.02%，去年同期为 48.69%。
4.5 月份我国进口糖浆、预混粉合计 6.42 万吨，同比减少 15.07 万吨。
6.海关总署公布的数据显示，2025 年 5 月份我国进口食糖 35 万吨，同比增加 33 万吨。
7.巴西矿业和能源部将汽油中强制乙醇掺混比例从 27%提高至 30%，同时将生物柴油在柴油中的比例从 14%增加至 15%。
【南华观点】短期糖价承压震荡。

苹果：震荡偏强

【期货动态】苹果期货昨日价格上涨，短期价格维持震荡偏强格局。
【现货价格】新晚富士栖霞 80#一二级片红 3.9 元/斤，80#一二级条纹 4.3 元/斤，招远 80#统货 3.1 元/斤，洛川 70#以上半商品 4.8 元/斤，白水 70#以上客商统货 3.8 元/斤，静宁 75#以上半商品 6 元/斤。
【现货动态】时令水果冲击下，走货速度有限。山东农忙影响下包装数量有限，陕西货源集中在陕北，副产区基本清库。新季苹果方面，极早熟藤木、秦阳等苹果开秤价格与去年持平，由于供应量偏少，对市场影响有限。
【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 7 月 9 日，全国主产区苹果冷库库存量为 91.49 万吨，环比上周减少 7.81 万吨，走货较上周放缓，处于近五年低位。
【南华观点】短期保持震荡思路对待。

红枣：关注产区温度变化

【产区动态】新年度灰枣头茬果数量不多，但今年产区多未出现明显缺水现象，目前南疆产区正处于新枣坐果关键期，枣果有所长大，上周温度适宜，尚未出现集中落果现象，本周部分产区降雨频率或有增加，整体气温或有回升，当前尚难定产，需关注二茬及三茬实际坐果情况。
【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 2 车，河北崔尔庄市场到货 5 车，下游客商按需拿货，成交一般，河北特级灰枣价格略有下调，整体现货价格较为稳定。
【库存动态】7 月 14 日郑商所红枣期货仓单录得 9007 张，较上一交易日持平。据统计，截至 7 月 10 日，36 家样本点物理库存在 10430 吨，周环比减少 90 吨，同比增加 72.28%。
【南华观点】当前下游处于消费淡季，购销氛围较为清淡，陈枣供应充足，随着关键坐果期的到来，市场焦点逐渐向新季红枣转移，目前正处于灰枣生理落果阶段，需关注本轮高温持续时间及新枣坐果情况，但同时陈枣的高库存或压制盘面，若价格中枢上移，红枣仓单或加速注册，使得红枣价格承压运行。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、戴鸿绪（Z0021819）、陈嘉宁（Z0020097）及助理分析师朱天择（F03143224）、靳晚冬（F03118199）提供。

南华期货

南华期货

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。